

Dr. sc. Drago RADIC', Ekonomski i Pravni fakultet, Mostar

FINANCIJSKA FUNKCIJA I POLITIKA

Uvod

Ekonomska misao svoj uspon bilježi u osamnaestom stoljeću, kada je osmišljavana ekonomska politika, njezini instrumenti i mjere, posebno u razvijenim zemljama, koje su tehnološki i podjelom rada prednjačile u odnosu na druge. To pridonosi razvoju tržišta kao produktivnog mehanizma za alokaciju resursa u najprofitabilnije gospodarske projekte. Tržište postaje instrument ekonomskih promjena u čijim okvirima se odvija i financiranje gospodarstva putem financijskih instrumenata, financijskih tržišta i financijskih institucija. Tu se podrazumijeva plaćanje dobara i usluga, akumuliranje štednje, pozajmljivanje sredstava i financiranje.

U sklopu rečenog, i u tržišnoj ekonomiji - bez obzira na dostignuti stupanj gospodarskog razvitka i financijsku snagu date ekonomije - financijska tržišta a napose kapitala kao izvori dugoročnih sredstava za financiranje gospodarskog razvoja, javljaju se kao središta pozornosti za financiranje proširene reprodukcije. Međutim, mora se kazati da nizak stupanj razvijenosti financijskog sustava u manje razvijenim ekonomijama ne pruža potrebno jamstvo za razvitak financijskih tržišta.

U visokorazvijenim ekonomijama, naprotiv, tržište kapitala - burze dugoročnih vrijednosnih papira osnovni su činitelji mobilizacije i alokacije sredstava za financiranje gospodarskog razvitka. Ovo proizlazi iz težnje svakog pojedinca ili poduzeća da povećavaju svoje bogatstvo u novcu putem zarade i da ga ulažu u financiranje.

Razvitak financijskog tržišta dovodi do razvitka novih metoda i tehnika izbora investicijskih projekata i do efikasnog rasporeda kapitala u poduzeću. Financijski menadžment se sada bavi sveukupnim sredstvima za investicije i alokacijom kapitala na pojedinačna dobra na temelju objektivnog mjerila. Razvitak informacijskog sustava i operacijskih istraživanja učinili su strožom financijsku raščlambu u domeni bankovnih poslova, plaćanja, prikupljanja potrebitog novca, transfera novca, kontrole rizika, promjene tečaja, određivanja strategije financiranja i slično.

Te su promjene omogućile financijskom menadžmentu da se uhvati u koštac između investitora i kreditora o načinu procjene boniteta poduzeća i modela koji se koriste prilikom donošenja financijske odluke. Tu se prije svega misli koju zaradu dobavljači kapitala zahtijevaju od poduzeća.

Povijesno gledajući, razvoj financija je učvrstio ulogu financijskog menadžmenta iz područja koje se uglavnom bavilo namicanjem sredstava u područje imovine,

namjene kapitala i procjene poduzeća na cjelokupnom tržištu. Danas se financijski menadžeri razvijaju shodno mijenjanju suvremenog financijskog sustava, kao što su financijsko tržište i financijske institucije i shodno tome, što je glavni cilj poduzeća.

1. Financijski sustav i cilj poduzeća

Moderni financijski sustav je jedan od najznačajnijih pronalazaka i civilizacijskih stečevina modernog društva.

Financijski sustav obuhvaća prostor financijskog odlučivanja - kako stvoriti vrijednost unutar različitih organizacijskih okvira. Financijski sustav nudi sredstva - isplata dionica, obveznica i nudi usluge za zaštitu ljudi i vlasnika protiv rizika. Financijski sustav osigurava ekonomske ciljeve kao što je puna zaposlenost, smanjenje inflacije, povećanje ekonomskog rasta i osiguranje pozitivne platne bilance. Financijski sustav osigurava susret subjekata koji imaju i nude financijska sredstva i subjekata koji traže sredstva. Da nema financijskog sustava, poduzetnici ne bi imali sredstava za rast i razvoj svojih tvrtki s ciljem maksimiziranja dobiti, povećanja konkurentne sposobnosti i proširivanja tržišta. Financijski sustav osigurava plasiranje sredstava po tržišnim zakonima i uvjetima, i to je najbolje jamstvo da će ograničena količina financijskih sredstava biti uložena tamo gdje će odbacivati najveće efekte, što će dovesti do bržeg rasta nacionalnog dohotka. S rastom nacionalnog dohotka rastu i nacionalno bogatstvo i gospodarski razvitak.

Financijski sustav je usko vezan za ostvarenje ciljeva poduzeća, a posebice s odlukama na kratki i dugi rok. Tu se, prije svega, misli na profitabilnost poduzeća, tj. na stvaranje vrijednosti. To se postiže koordiniranim odlukama, kao što su: 1. Odluka o investiranju, 2. Odluka o financiranju i 3. Odluka o dividendi. Prilikom donošenja ovih odluka bitno je postići optimalnu kombinaciju kako bi se maksimaliziralo bogatstvo poduzeća.

1. Odluka o investiranju predstavlja alociranje kapitala na investicijske prijedloge čije će se koristi realizirati u budućnosti. S obzirom da buduće koristi nisu poznate, investicijski prijedlozi sadrže rizik. Međutim, s aspekta financijske odluke bitno je da se utvrdi financijska efikasnost investicijske mogućnosti koja se izračunava na temelju financijskih efekata. Financijski efekti jesu novčani primici, novčani izdaci i čisti novčani tok. Novčani primici bitno su uvjetovani prihodima, kao što su novčani izdaci uvjetovani rashodima - troškovima. Između prihoda i primitaka i rashoda i izdataka postoji vremenska nepodudarnost, kao i rizik transformacije prihoda u novčane primitke, odnosno u stanovitim okolnostima novčanih izdataka u rashode - troškove. Ovdje treba razlikovati ekonomsko (prihod) od financijskog načina rezoniranja (primitak) u vezi s ocjenjivanjem efikasnosti ulaganja financijskih sredstava u investicijske mogućnosti.

Svako ulaganje novčanih sredstava na dugi rok u sebi nosi neizvjesnost i rizik. Općenito se može kazati da što je vrijeme povrata investiranog iznosa duže, to su neizvjesnost i rizik veći. Doduše, može se kazati da veličina rizika ovisi i o vrsti posla, odnosno djelatnosti u koju se ulažu novčana sredstva, kao i o čitavom nizu drugih okolnosti. Zbog toga svaki investitor nastoji smanjiti rizik na što je moguće manju

mjeru. Postoje razne metode procjene rizika.¹ Zajedničko svim metodama je da na temelju kretanja relevantnih elemenata u prošlosti i uzimanjem u obzir očekivanih promjena u budućnosti pokušaju procijeniti kretanja u budućnosti.

2. Odluka o financiranju se bavi određivanjem najbolje kombinacije financija ili strukture kapitala. Kada bi poduzeće moglo promijeniti svoju ukupnu procijenjenu vrijednost variranjem svoje strukture kapitala, postojala bi optimalna kombinacija financiranja kojom bi se mogla maksimizirati tržišna cijena dionica.

Tu se misli na odluku o financiranju u odnosu na cjelokupnu procijenjenu vrijednost poduzeća. Tu se ispituju različite metode pomoću kojih poduzeće određuje kratkoročno, srednjoročno i dugoročno financiranje. Ovdje se poduzeće suočava s dva bitna problema. Prvi je određivanje mase potrebnih investicija u poslovanje i ekspanziju i prepoznavanje imovine u koju treba investirati. Drugi se odnosi na definiranje potrebnog novca za ta ulaganja i njihovo osiguranje. Financiranje je najsloženije na području osiguranja kapitala, što zahtijeva da financijski menadžer poznaje tržište kapitala. Zato on mora poznavati vrijednost koja se utemeljuje kroz međuovisnost rizika i profitabilnosti u vremenu u kojem se očekuje dostizanje određene profitabilnosti. To znači da financijski menadžer mora svoj temeljni zadatak financiranja poduzeća usmjeravati kroz međuovisnost rizika i profitabilnosti u smjeru maksimalizacije vrijednosti tvrtke.

3. Odluka o dividendi uključuje postotak zarade koji se plaća dioničarima u novčanim dividendama. To se postiže na taj način što se poduzeće na tržištu kapitala pojavljuje kao ponuđač dionica. Potencijalni kupci dionica, zapravo, sadašnjim svojim dohotkom kupuju buduće dohotke koje ostvaruju bilo preko dividendi, bilo preko kapitalnih dobitaka koje ostvaruju prodajom dionica na sekundarnom tržištu nekom drugom. Ukupni očekivani dohoci dioničara, dividende plus kapitalni dobitci, ovise o rastu profita poduzeća. Vrijednost dividende za investitora, ako uopće postoji, mora se uravnotežiti s oportunitetnim troškovima zadržanih zarada koje su izgubljene kao sredstva financiranja trajnog kapitala. Iz ovog se može zaključiti da bi odluku o dividendi trebalo raščlaniti u odnosu na odluku o financiranju.

Financijske ciljeve poduzeće ostvaruje preko financijskih funkcija i financijske politike. Ovo proizlazi iz robnonovčanih odnosa, gdje je financijski fenomen postao redoviti pratitelj tog procesa, a financiranje i investiranje važan aspekt privređivanja. Tu činjenicu ilustrira i sam obrazac kružnog kretanja sredstava u procesu reprodukcije:

$$N - R - P - R_1 - N_1$$

2. Financijska funkcija

Kad je riječ o financijskoj funkciji, treba kazati da ona nije prisutna samo tamo gdje se radi o neposrednoj prisutnosti novca ili reguliranju novčanih odnosa; ona je na stanovit način prisutna u svim fazama reproduksijskog procesa. Zbog određenih

¹ Leri, H - Sarmat, M. *Capital Investment and Financial Decision* Prentic - Hall, 1978., str 117 - 207, kao i kod većine drugih autora koji pišu o investicijama u poslovne pothvate.

problema pred kojima stoji financijska funkcija različiti autori daju i različita stajališta, od kojih ćemo navesti samo neka:

Tako G. A. Christy i P. F. Roden polaze od toga da je temeljni zadatak financijske funkcije u sljedećem: 1. da anticipira potrebe poduzeća u financijskim sredstvima, 2. da navrijeme osigura ta sredstva, 3. da ta sredstva alocira na najracionalniji način.²

Za Howarda i Uptona to je: pribavljanje, kontrola i raspolaganje novčanim sredstvima za ostvarenje krajnjeg cilja poduzeća.³

Scibel financijsku funkciju vidi u pribavljanju, disponiranju, kontroliranju, stvaranju i reinvestiranju sredstava.⁴

Radivoje Tepšić financijsku funkciju definira kroz određene zadatke, i to:

1. pribavljanje novčanih sredstava potrebnih za ulaganja poduzeća, 2. korištenje novčanih sredstava u poslovanju, 3. usklađivanje dinamike priljeva novčanih sredstava s rokovima dospijeća obveza plaćanja prema izvorima i 4. kontrolu upotrebe novčanih sredstava u kružnom toku.

Ivan Turk financijsku funkciju svodi na: 1. pribavljanje sredstava, 2. preobražavanje sredstava, 3. oročenje sredstava i 4. preobrazbu izvora sredstava.⁵

Shvaćanje financijske funkcije od naprijed iznesenih autora bilo je prilagođeno vremenu u kome su autori promatrali financiranje poduzeća i njegov rast. Međutim, moderan razvoj financija učvrstio je ulogu financijskog menedžmenta. Financije su se promijenile iz prvotno opisanog proučavanja u ono koje radi strogu raščlambu i normativnu teoriju; iz područja koje se uglavnom bavilo namicanjem sredstava u ono koje uključuje menedžment, imovinu, namjenu kapitala i procjenu poduzeća na cjelokupnom tržištu. Financije se danas najbolje označuju kao nešto što se stalno mijenja, s novim zamislima i tehnikama. Zbog toga je vrlo teško u suvremenim financijskim odnosima između poduzeća, financijskih institucija, instrumenata i tržišta definirati financijsku funkciju i odrediti joj zadatke i razdvojiti je od financijske politike. Na osnovi spoznaja iskazanih u suvremenoj financijskoj literaturi i spoznaja koje posjeduje praksa, naš pokušaj lociranja financijske funkcije će se ogledati u sljedećem.

2.1. Funkcija upravljanja investiranjem kapitala

Funkcija upravljanja investiranjem kapitala predstavlja postupak donošenja odluke o investicijama u realnu poslovnu imovinu poduzeća. Tu se podrazumijeva sljedeće:

1. sastavljanje investicijskih prijedloga,

² G. A. Christy, P. F. Roden, *Finance - environment decisions*, A. Department of Harper and Row, Publishers, New York, 1973., str. 6.

³ B. B. Howard, M. Upton, *Introduction to business finance*, Mc. Grow - Hill, New York, 1953., str. 8 - 9.

⁴ J. J. Scibel, *Finanz - management*, Verlag moderne industrie, 1970., str. 15.

⁵ R. Tepšić, *Bitne karakteristike financiranja naših poduzeća u suvremenim uvjetima privređivanja*, Simpozij, Opatija, 1973., str. 14., zatim I. Turk, *Organizacija financijske funkcije*, Zagreb, 1969., str. 175.

2. procjena tokova novca za investicijske prijedloge,
3. vrednovanje tokova novca,
4. odabir projekta temeljen na kriteriju prihvata,
5. kontinuirano ponovno vrednovanje investicijskih projekata nakon njihovog prihvatanja.

Investicijski prijedlozi su ključni korak procesa investiranja kapitala. Stvaranje i razvitak ideja o novim poslovnim pothvatima, te razvoj ideja o poboljšanju postojećih aktivnosti poduzeća, jedan je od presudnih trenutaka usmjeravanja poduzeća budućoj profitabilnosti. Tako je i povećanje broja dobro artikuliranih ideja u projekte temeljni činitelj budućeg profitabilnog poslovanja. Za svrhu raščlambe projekti mogu biti klasificirani u jednu od pet kategorija:

1. novi proizvod ili proširenje postojećeg asortimana,
2. zamjena opreme ili zgrada,
3. istraživanje i razvitak,
4. ispitivanja,
5. ostalo.

Većina poduzeća obavljaju selekciju prijedloga na više razina odlučivanja ovisno o veličini projekta. Što je veći izdatak kapitala, to je veći broj provjera koje se zahtijevaju. Tako, rukovoditelji pogona mogu samostalno odabrati srednje velike projekte, ali veći projekti odobravaju se na višim razinama odlučivanja. Okolnosti nameću koja će biti razina odlučivanja.

Visina i tip kapitalnih izdataka važni su za investitora. Tu se misli na: 1. investicijske troškove, 2. čiste novčane tokove i 3. rezidualne vrijednosti investicije.

1. Investicijski troškovi sastoje se od investicijskih ulaganja u fiksnu imovinu i ulaganja u osiguranje potrebnog neto obrtnog kapitala. Osim visine ulaganja određuje se i dinamika ulaganja.

2. Čisti novčani tokovi sastoje se iz novčanih primitaka i izdataka iz poslovanja nakon oporezivanja. Ovi tokovi ovise od visine i dinamike očekivanih prihoda i troškova investicijskog projekta u vijeku njegova efektuiranja.

3. Rezidualna vrijednost investicije predstavlja vrijednost fiksne imovine i neto obrtnog kapitala, koji se mogu prodati prestankom iskorištavanja investicijskog projekta.

Mjeriti financijsku efikasnost znači dovesti u racionalnu vezu financijske efekte - novčane primitke i tekuće novčane izdatke s investicijskim izvorima. Pritom se može pristupiti na jedan od dva načina:

a) da se originalni čisti novčani primici stave u omjer s izvornim investicijskim izdatkom ili b) da se uvaži vremenska preferencija novca, pri čemu se novčani primici i izdaci uzimaju u račun u iznosima koji ovise o trenucima kada su nastali. Ovaj drugi način predstavlja pravilan način za izračunavanje financijske efikasnosti investicijske mogućnosti. Kod izračunavanja financijske efikasnosti investicijske mogućnosti primjenjuju se dvije metode, i to:

1. metoda čiste sadašnje vrijednosti i 2. metoda interne stope rentabilnosti. Tu se primjenjuju i određene varijante kao kod metode čiste sadašnje vrijednosti - varijanta anuitetne metode i varijanta metode povrata.

2.1.1. Metoda čiste sadašnje vrijednosti

Metoda čiste sadašnje vrijednosti polazi od iznosa diskontiranih čistih novčanih tokova investicijskog projekta (uključivši diskontiranu rezidualnu vrijednost umanjenu za investicijske troškove). Izračunava se prema sljedećoj formuli:

$$S = ((c P_1 - c I_1) + (c P_2 - c I_2) + \dots + (c P_n - c I_n)) - I_s$$

S označuje čistu vrijednost investicije, cP - primitke, cI - tekuće izdatke u godinama ekonomskog vijeka investicije, dok I_s označuje investirani iznos. Čista vrijednost investicije je razlika između ukupnih efekata investicije (primici umanjeni za izdatke u godinama ekonomskog vijeka) i investiranog iznosa. Ako se umjesto godišnjih novčanih primitaka i tekućih novčanih izdataka upotrijebi novčani tok (V) kao razlika među njima ($cP - cI$), tada se formula može napisati i ovako:

$$S_o = S \sum_{i=1}^n \frac{V_i - I_s}{(1+K)^i}$$

Ovdje K označuje diskontnu stopu, tj. stopu po kojoj je ulagač voljan uložiti novčana sredstva u investicijsku mogućnost. Primjer: Investicijska mogućnost u koju treba uložiti 100.000 novčanih jedinica donosit će kroz osam godina primitak od po 60.000 novčanih jedinica i tekuće izdatke od po 40.000 novčanih jedinica godišnje. Kolika je čista sadašnja vrijednost investicijske mogućnosti uz diskontnu stopu od 12%? Za ovaj slučaj može se uzeti zbroj vrijednosti diskontnih činitelja za osam godina koji se nalazi u četvrtim kamatnim tablicama.⁶

Prethodni iznos možemo napisati i ovako:

$$S_o = 20.000 \times IV_{12}^8 - I_s = 20.000 \times 4,917640 - I_s = 99.353 - I_s$$

$$S_o = 99.353 - 100.000 = -647$$

Budući da je izračunata vrijednost negativna, investicijska mogućnost neće se prihvatiti u smislu kriterija čiste sadašnje vrijednosti, jer je potrebno da čista sadašnja vrijednost investicije bude veća ili najmanje jednaka nuli. U praksi se često događa da je čisti novčani tok negativan u prvim godinama ekonomskog vijeka investicije zbog uhodavanja proizvodnje i poslovanja, nepotpunog korištenja kapaciteta i slično.

⁶ Druge financijske tablice služe za izračunavanje diskontirane vrijednosti iznosa

$\frac{1}{(1+K)^n}$ = diskontni činitelj - četvrte financijske tablice - upotrebljavaju se za izračunavanje sadašnje vrijednosti periodičnih iznosa a predstavljaju zbroj drugih financijskih tablica

$\frac{(1+K)^n - 1}{(1+K)^n \times K}$ = svugdje je u pitanju dekurzivno ukamaćivanje.

Međutim, treba također napomenuti da je čista sadašnja vrijednost izrazito osjetljiva na izabranu diskontnu stopu. Primjenom niže diskontne stope ona će biti veća, a primjenom više diskontne stope manja.

2.1.2. Metoda interne stope profitabilnosti

Metoda interne stope profitabilnosti⁷ u biti se svodi na utvrđivanje (izračunavanje) diskontne stope, koja svodi čiste novčane tokove projekta u njegovu vijeku efektuiranja na vrijednost investicijskih troškova. Ovdje se radi o stopi profitabilnosti ulaganja u projekt koja uvažava vremensku vrijednost novčanih tokova u cjelokupnom vijeku efektuiranja.⁸

Matematički to izgleda ovako:

$$I_s = \sum_{i=1}^n \frac{cP_i - cI_i}{(1+R_k)^i} - I_s$$

I_s označuje investirani iznos, cP_i su primici novčanih sredstava u svakoj (i -toj godini), cI_i su tekući izdaci novčanih sredstava u istom vremenu, i je broj razdoblja (godina) u kojima će investicija davati efekte, R_k je interna stopa profitabilnosti. Ovdje je nepoznanica R_k a izračunava se rješavanjem jednadžbe. Funkcija interne stope profitabilnosti je da u jednadžbi izjednači novčane primitke i tekuće novčane izdatke investicije (ili razliku među njima) u cijelom ekonomskom toku investicije s investiranim iznosom. Da bi se bolje shvatila ova metoda, poslužit ćemo se jednim primjerom: koju stopu profitabilnosti obećava investicijska mogućnost koja će donositi čiste godišnje primitke od 26.500 novčanih jedinica tijekom osam (8) godina, a u koju treba uložiti 150.000 novčanih jedinica? Formula za izračunavanje stope profitabilnosti će biti sljedeća:

$$\sum_{i=1}^8 \frac{26.500}{(1+R_k)^i} = 150.000 = 0 \quad \text{ili}$$

$$26.500 \times \frac{(1+k)^8 - 1}{k(1+k)^8} - 150.000 = 0$$

Navedenu jednadžbu dijelimo s 26.500 i prebacimo razlomak koji označuje četvrtne kamatne tablice na lijevu stranu, pa imamo sljedeće:

⁷ Izraz interna stopa profitabilnosti prvi je uveo K. Boulding, "The Theory of a Single Investment", Quarterly Journal of Economics, May 1935., p. 475 - 494. (citirano prema H. Ley and Marshall, Sarnat Capital Investment and Financial Decisions, Prentice Hall International, 1978., str. 31.)

⁸ E. E. Nemers, A. E. Grunswald navodi se da ova metoda još naziva i metoda diskonta tokova gotovine. (Basic Managerial Finance, West Publishing Company, 1975., str. 111.)

$$IV_k^8 = \frac{150.000}{26.500} = 5,660377$$

Za broj 5,660377 tražimo diskontnu stopu u četvrtim kamatnim tablicama, u kojima su izračunate sadašnje vrijednosti periodičnih uplata (primitaka) pri složenom ukamaćivanju. Međutim, vrijednost 5,660377 ne nalazimo u četvrtim kamatnim tablicama. Tražimo dva najbliža broja za kamatne stope, pa tako imamo da je:

- za kamatnu stopu 8% 5,746639
- za kamatnu stopu 9% 5,534819.

Prema tome, interna stopa profitabilnosti je između 8% i 9%. Naći ćemo je linearnom interpretacijom, koja glasi:

$$y = y_1 + \frac{y_2 - y_1}{x_2 - x_1} (x - x_1)$$

$$y - y_1 = \frac{y_2 - y_1}{x_2 - x_1} (x - x_1)$$

U našem primjeru vrijednosti parametara su:

$y_1 = 8$	$x_1 = 5,746639$
$y = ?$	$x = 5,660377$
$y_2 = 9$	$x_2 = 5,534819$

Ako ove vrijednosti uvrstimo u opću formulu za linearnu interpolaciju, dobivamo sljedeće:

$$y = 8 + \frac{9 - 8}{5,534819 - 5,746639} (5,660377 - 5,746639)$$

$$y = 8 + \frac{1}{-0,211820} (-0,086262)$$

$$y = 8 + \frac{0,086262}{0,211820}$$

$$y = 8 + 0,407$$

$$y = 8,4\%$$

Interna stopa profitabilnosti iznosi 8,4%. Prednosti ove metode su u tome što uzima u obzir cjelokupno vrijeme efektiviranja investicije i što uključuje vremensku preferenciju novca. Visina interne stope profitabilnosti ovisi o veličini iznosa čistih novčanih godišnjih primitaka, o dinamici njihovog pritjecanja, o broju razdoblja (godina) u kojima će investicija davati efekte i o visini investirano iznosa.

Interna stopa profitabilnosti bit će veća što je apsolutna veličina čistih novčanih primitaka veća, što su ti primitci po dinamici i veličini bliži sadašnjosti, što je vrijeme efektiviranja investicije duže i što je manji iznos uloženi novčanih sredstava.

2.1. 3. Metoda razdoblja povrata

Ova metoda polazi od sljedećih elemenata:⁹ 1. godišnjih novčanih primitaka, 2. godišnjih novčanih izdataka i 3. investirano iznosa. Kada se stave u računsku vezu investirani iznos s razlikom između godišnjih novčanih primitaka i tekućih godišnjih izdataka, dobije se broj godina u kojima će se vratiti uložena sredstva.¹⁰ To se može izraziti i ovako:

$$I_s = \sum_{i=1}^{tp} cP_i - cI_i$$

I_s označuje investirani iznos, cP_i iznose godišnjih novčanih primitaka, cI_i iznose godišnjih novčanih izdataka (tekućih), i je broj razdoblja povrata sve dok se zbroj razlika ($cP_i - cI_i$) ili zbroj čistih novčanih godišnjih primitaka ne izjednači s investiranim iznosom (I_s), što je označeno s tp (broj godina povrata). To se onda može napisati ovako:

$$tp = \frac{I_s}{V_i}$$

tp je broj godina povrata, I_s označuje investirani iznos i V_i označuje čiste novčane primitke u godinama efektiviranja investicije. To možemo vidjeti na osnovi sljedećeg primjera. Investirani iznos (I_s) je 30.000 novčanih jedinica, investicija će davati godišnje primitke (cP_i) od po 10.000 uz tekuće godišnje izdatke (cI_i) od po 6.000 novčanih jedinica. Koliki je broj razdoblja povrata (tp) uloženi novčanih sredstava u investicijsku mogućnost?

$$\begin{aligned} tp &= \frac{I_s}{V_i} = \\ &= \frac{30.000}{4.000} = 7,5 \text{ godina} \end{aligned}$$

⁹ Ova metoda se u literaturi naziva još metoda "rekuperacije", metoda "amortizacije", odnosno metoda "razdoblja otplaćivanja".

¹⁰ Razdoblje od jedne godine je uobičajeno (konvencionalno) razdoblje. Međutim, mogu se uzeti mjeseci, tromjesečja ili neka druga dužina razdoblja.

Metoda razdoblja povrata favorizira projekte koji osiguravaju brži povrat investicijskih troškova, a to je kraće razdoblje povrata. Temeljna karakteristika ove metode je u jednostavnosti računanja i forsiranje likvidnosti projekta. Međutim, slaba strana ove metode je što zanemaruje efekte koje će ostvariti projekt nakon što se vrate investicijski troškovi, pa se time zanemaruje ukupna profitabilnost projekta. Zatim, sljedeća slabost je što ne uzima u obzir vremensku vrijednost novca. Zbog toga se ova metoda obično koristi kao dodatni kriterij kod odlučivanja u financiranju investicija.

2.2. Funkcija upravljanja obrtnim sredstvima

Financiranje razmatra problematiku likvidnih sredstava (kratkoročno financiranje) i fiksnih sredstava (dugoročno financiranje). Likvidna sredstva, prema računo-vodstvenoj definiciji, uobičajeno se preobražavaju u novac unutar jedne godine. Upravljanje obrtnim sredstvima uobičajeno se opisuje kao administriranje tim sredstvima, tj. novcem i utrživim vrijednosnim papirima, potraživanjima i zalihama i kao administriranje kratkoročnim obvezama. Administriranje fiksnim sredstvima (sredstvima koja se uobičajeno ne preobražavaju u novac unutar jedne godine) obično se smatra područjem određivanja potrebnog kapitala, dok se pod područjem dugoročnog financiranja smatra razmatranje o strukturi kapitala.

Najveći dio poslova u svezi s upravljanjem obrtnim sredstvima ograničen je na lijevu stranu bilance stanja i usmjeren je na optimalizaciju iznosa novca, utrživih vrijednosnih papira, potraživanja i zaliha.

Cilj ekonomiziranja obrtnim kapitalom je maksimalno skraćenje vremena koje protekne između trenutka ulaganja novca u nabavu materijala i rada i trenutka povrata uloženog novca poslije realizacije prodaje i njezine naplate od kupca. U tom vremenskom razmaku novac je vezan u nekom od oblika obrtne aktive poduzeća. Najčešće se razdoblje vezivanja mjeri koeficijentom obrta, koji predstavlja omjer broja 360 (broj dana u godini) i razdoblja vezivanja novca, iskazan isto tako danima:

$$\text{koeficijent obrta novcem} = \frac{360}{\text{razdoblje vezivanja novca}}$$

Veći koeficijent obrta označuje bolje ekonomiziranje obrtnim kapitalom. Ovaj koeficijent može se dobiti dijeljenjem ukupnog prihoda s prosječno korištenim obrtnim sredstvima. Prosječna vrijednost obrtnih sredstava se uzima zbog toga što ista stalno fluktuiraju. Koeficijent je veći ako je vrijednost prosječno korištenih obrtnih sredstava niža. Međutim, mora se voditi računa da razina smanjenja obrtnih sredstava ne smije dovesti poduzeće u situaciju da dođe do prekida određenih poslovnih operacija, kao što je prekid isporuke robe kupcima, ili do prekida proizvodnje. Prekidi poslovnih operacija mogu daleko više povećati troškove nego što su troškovi financiranja obrtnih sredstava. Smatra se da razina obrtnih sredstava ne bi smjela prelaziti stanje razine trajnih obrtnih sredstava.

Trajna obrtna sredstva vežu kapital tako da se investicije u njih mogu tretirati kao investicije u osnovna sredstva. Neke kategorije obrtnih sredstava su aktivne jer

utječu na povećanje potrebe za trajnim obrtnim kapitalom, dok su druge kategorije sredstava odbitne jer utječu na smanjenje potrebe za trajnim obrtnim kapitalom. Tri stavke obrtnog kapitala presudno utječu na njegov sveukupni koeficijent obrta: zalihe, nenaplaćena potraživanja od kupaca i neizmirene obveze prema dobavljačima. Prve dvije stavke su aktivne jer povećavaju potrebu za dodatnim angažiranjem novca, a treća je odbitna jer služi kao izvor novca.¹¹

Mi ćemo putem nekoliko formalno matematičkih izraza prikazati izračunavanje određenih ekonomskih veličina koje su vezane za upravljanje obrtnim sredstvima.

$$\text{koeficijent tekuće likvidnosti} = \frac{\text{tekuća obrtna sredstva}}{\text{tekuće obveze}}$$

Ove podatke uzimamo iz bilance stanja. Ovaj test solventnosti pokazuje sposobnost da se izmire tekuće obveze iz tekućih obrtnih sredstava. Obično se ovaj koeficijent promatra za više godina i na taj način se utvrđuje fluktuacija solventnosti.

$$\text{koeficijent obrtnog kapitala u odnosu na ukupna sredstva} = \frac{\text{obrotni kapital}}{\text{ukupna sredstva}}$$

Ovaj test pokazuje relativnu likvidnost ukupnih sredstava i raspodjelu angažiranih sredstava.

$$\text{prosječan koeficijent naplate potraživanja} = \frac{\text{potraživanja x dani u godini}}{\text{godišnja prodaja na kredit}}$$

Ovaj test pokazuje prosječan broj dana vezanosti sredstava u njima, tj. prosječno vrijeme da se pretvore u novac.

$$\text{koeficijent obrtaja potraživanja} = \frac{\text{godišnja prodaja na kredit}}{\text{potraživanja}}$$

Potraživanja su odraz trenutnog stanja i obično se mjere na kraju godine. Kod mjerenja odnosa obično se uzima početno stanje i stanje na kraju svakog mjeseca u godini.

Svako poduzeće pravi matricu naplate potraživanja i preko toga sagledava proces zastarijevanja potraživanja. Likvidnost treba pratiti svaki dan preko priljeva i odljeva sredstava. Pored matrice potraživanja treba pratiti i matricu obveza prema dobavljačima. To možemo iskazati na sljedeći način:

¹¹ Skupina autora, *Financijski menadžment u praksi*, Masmedia, Zagreb, 1994., str. 173.

$$\text{prosječan period plaćanja} = \frac{\text{obveza prema dobavljačima} \times 365}{\text{ukupna nabava}}$$

$$\text{koeficijent obrtaja zaliha} = \frac{\text{troškovi prodane robe}}{\text{prosječne zalihe}}$$

Što je veći koeficijent obrtaja zaliha, efikasnije je upravljanje zalihama u poduzeću. Iako dobiveni podatak ne možemo mehanički interpretirati, mora se voditi računa o zalihama koje su nekurentne.

Potraživanja od kupaca su aktivna stavka koja u sebi veže novac. Stupanj likvidnosti potraživanja od kupaca je izravno ovisan o uvjetima kreditiranja kupaca. Za iznos nenaplaćenih potraživanja od kupaca treba naći druge izvore sredstava kao što su krediti od banaka ili prodaja kratkoročnih vrijednosnih papira, koji su inače profitabilni. Ako poduzeće uzima bankarske kredite, onda je veći rizik zbog prezaduženosti, a u drugom slučaju sredstva se osiguravaju na račun profitabilnosti.

2.3. Upravljanje utrživim vrijednosnim papirima

Ulaganje u određena likvidna sredstva može znatno pridonijeti uspješnom ostvarenju općih ciljeva poduzeća ako se njima efikasno upravlja. Keynes je identificirao tri motiva za zadržavanje novca:

1. transakcijski motiv, 2. motiv opreznosti i 3. motiv špekulacije.¹² Transakcijski motiv izvire iz potrebe da se podmire dospjela plaćanja iz redovitog poslovanja, kao npr. nabave, plaće, porezi i dividende. Motiv opreznosti je vezan uz održavanje pričuva da se mogu podmiriti neočekivana plaćanja. Što je veća mogućnost predviđanja neočekivanog toka, to je potrebna manja novčana pričuva na računu poduzeća. Špekulativni motiv odnosi se na držanje novca za korištenje prednosti od očekivanih promjena cijena vrijednosnih papira. To znači da bi trebalo zadržati novac čim se obustavi porast kamatnih stopa. Kada se očekuje da će pasti kamatne stope, novac bi se mogao uložiti u vrijednosne papire. Mi ćemo se zadržati na motivima ulaganja u utržive vrijednosne papire. Većina korporacija ulaže sredstva u tržišne novčane instrumente koji su po definiciji visokotržišni i podliježu malom riziku neplaćanja. Rok dospijeca tih tržišnih novčanih instrumenata je kraći od jedne godine. Ovdje ćemo ukratko opisati najvažnije vrijednosne papire.

2.3. 1. Vrijednosni papiri Ministarstva financija

To su vrijednosni papiri Ministarstva financija SAD i čine najveći segment tržišta novca. Najvažnije vrste ovih vrijednosnih papira su:

¹² John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, (New York: Harcourt 1936.), pp 170 - 174.

- kratkoročne obligacije
- porezne anticipacijske obligacije
- blagajnički zapisi
- obveznice.

Sve prodaje Ministarstva financija su aukcijske. Ova aukcijska prodaja se održava tjedno s dospijecem od 91 dan i 182 dana. Ove obligacije ne nose kupone, ali se prodaju na diskontnom temelju. Tržište je vrlo aktivno a transakcijski troškovi su mali kod prodaje ovih obligacija na sekundarnom tržištu. Međutim, zapisi i obveznice nose kupone i za njih postoji aktivno tržište. Prihodi od kamata na ove vrijednosne papire su oporezovani na federalnoj razini, ali su izuzeti od oporezivanja na razini pojedinih država.

2.3. 2. Agencijski vrijednosni papiri

Obligacije različitih agencija federacije su pokrivene jamstvima agencija koje emitiraju obligacije, ali ne od strane SAD kao države. To su npr. Federalna agencija za stambena pitanja i Državno nacionalno hipotekarno udruženje.

2.3. 3. Bankarski akcepti (bankarski avali)

Bankarski akcepti su obligacije koje su akceptirane od banaka i koriste se za financiranje domaće i strane trgovine. Kreditabilnost bankarskih akceptata prosuđuju banke koje akceptiraju mjenice, a ne trasant (izdavalac obligacije). Akceptirane kratkoročne obligacije imaju, općenito, dospjeće kraće od šest mjeseci i vrlo su kvalitetne. Kamatne stope na bankarske akcepte imaju trend da budu nešto više od stopa na kratkoročne obligacije Ministarstva financija sa sličnim dospijecem. Obje vrste se prodaju na temelju diskonta.¹³

2.3. 4. Komercijalni zapisi

Komercijalni zapisi se sastoje od kratkoročnih neosiguranih promesa koje emitiraju financijska poduzeća i određeni industrijski koncerni.

Izdavalac komercijalnog zapisa obećava da će imatelju komercijalnog zapisa platiti iznos naznačen u komercijalnom zapisu, plus kamatu po kamatnoj stopi na dan dospijeca.¹⁴

Komercijalni zapisi se mogu prodavati neposredno ili pomoću posrednika. Mnoga velika prodajna financijska poduzeća smatraju da je rentabilnije prodavati svoje zapise neposredno investitorima, zaobilazeći posrednike.

Kamatne stope na komercijalne zapise su nešto više nego na kratkoročne obligacije Ministarstva financija iste dospelosti, i približno iste kao stope na bankarske akcepte. Rizik od neplaćanja je vrlo mali, a povećava se jedino kada banka bankrotira.

¹³ James C. Van Horne, *Financijsko upravljanje i politika*, Mate d.o.o., Zagreb, 1993., str. 427.

¹⁴ Jovan Rodić, *Poslovne financije*, Ekonomika, Beograd, 1991., str. 83.

2.3. 5. Utrživi certifikati o depozitu

Certifikat o depozitu (CD) je kratkoročno ulaganje i predstavlja potvrdu o depozitu kod poslovne banke na određeno vrijeme i na određenu kamatnu stopu.

Mehanizmom prikupljanja oročenih depozita banka povećava svoju kreditnu sposobnost. Prinos na certifikat o depozitu je veći nego na kratkoročne obligacije Ministarstva financija, a približno je isti kao na bankarske akcepte i komercijalne zapise.

Certifikat se pojavljuje kao intermedijalni instrument u svojstvu pratioca oročenih depozita, koji omogućuje svoju stalnu emisiju ukoliko postoje konkurentni interesi. Postoji razlika između certifikata o depozitu i potvrde o deponiranim sredstvima. To nisu vrijednosni papiri iste kvalitete i istog standarda. Kao što je zlato služilo za izdavanje banknota, što je imalo karakter stabilnosti, tako i ovdje izdavanje certifikata preferira proces oročenja sredstava i proces izdavanja certifikata uz punu afirmaciju razvijenih i suptilnih instrumenata, uključujući i kriterij posredovanja, koji čini transparentnu ponudu i potražnju. Time je novac stalno investiran u depozitni certifikat i operacijama otvorenog tržišta omogućava se transformacija kratkoročnih rokova u srednjoročne i dugoročne, a to omogućava da se dospijee deviznih certifikata zamjenjuje novim emisijama.¹⁵

2. 4. Upravljanje portfoliom

Kod donošenja odluke o ulaganju viška novca u vrijednosne papire mora se voditi računa ne samo o iznosu koji će se uložiti nego i o vrsti vrijednosnog papira. Tu se podrazumijeva neto tok novca i neizvjesnosti koje su povezane s ovim tokovima.

Ovdje se radi o izboru portfolija koji postiže zadovoljavajuće (očekivane) stope povrata od ulaganja. Tako npr. ako dugoročni vrijednosni papiri daju veći prinos nego kratkoročni, poduzeće može željeti urediti svoj portfolio tako da će vrijednosni papiri dospijevati približno kada će novčani fondovi biti potrebni. Očekivani prinos od portfolija je vagani prosjek očekivanih prinosa od vrijednosnih papira koji čine taj portfolio. Rizik portfolija ne ovisi samo o rizičnosti vrijednosnih papira koji tvore taj portfolio, nego također i o vezama koje postoje između tih vrijednosnih papira. Zbog toga će investitor izvršiti selekciju vrijednosnih papira, koji su međusobno, u parovima, svaki sa svakim slabo ovisni. Kovarijanca mogućih prinosa dva vrijednosna papira pokazuje do kojeg stupnja se očekuje od njih da kovariraju zajedno jedan s drugim umjesto da to čine odvojeno. Iz ovog proizlazi da poduzeće mora napraviti strategiju ulaganja u odnosu na predviđeni položaj likvidnosti. Nakon toga poduzeće je sposobno udovoljiti rokovima dospijea svojih ulaganja u vrijednosne papire s očekivanim modelom toka novca. To znači, poduzeće je sposobno maksimizirati svoj povrat iz ulaganja sukladno odlukama o dospijecu.

¹⁵ Dr. Vlado Veselica, *Financijski sustav u ekonomiji*, Inženjerski biro, Zagreb, 1966., str. 171.

3. Financijska politika

3. 1. Politika odnosa između kamatnih stopa i cijena vrijednosnih papira

Kamatne stope se u realnom svijetu ekonomije mjere, iako postoje različite mjere kamatnih stopa, kao i različite vrste kamata. Moramo poći od definicije da je kamatna stopa cijena posuđivaču za posuđeni novac. Dakle, ona odražava cijenu posuđenog kapitala. To je odnos između kamata i posuđenog kapitala. Uobičajeno se kamatna stopa izražava u godišnjem postotku:

$$\text{Godišnja kamatna stopa posuđujućih fondova u postotku} = \frac{\text{Troškovi posuđivača prema uzajmljivačima kredita}}{\text{Iznos kredita odobren posuđivačima}} \times 100$$

Npr., ako je za pozajmljenu vrijednost od 1.000 novčanih jedinica trebalo platiti godišnji iznos kamate od 50 novčanih jedinica, kamatna stopa je 5%.

$$k = \frac{50}{1.000} \times 100 = 5\%$$

Može se kazati da je kamatna stopa, u pravilu, implicirana u svakom zajmu, bila ona ili ne bila unaprijed određena. Kamata se obračunava za razdoblje korištenja pozajmljenog iznosa novca. Kamatna stopa je praktično stopa granice rentabiliteta ulaganja. Ako kamatna stopa nije povoljna, onda imatelj sredstava ista ulaže u druge svrhe (npr. u dionice koje odbacuju dividende). Obračun kamata engleskom metodom za određeni broj dana obavlja se na temelju sljedeće formule:

$$k a m a t e = \frac{\text{glavnica (iznos)} \times \text{kam. stopa} \times \text{broj dana}}{36.500}$$

Kamate se mogu obračunavati i primjenom formule:

$$k a m a t e = \frac{\text{kamatni broj (KB)}}{\text{kamatni divizor (KD)}}$$

Kamatni broj se dobije kada se glavnica pomnoži s brojem dana. Kamatni divizor se dobije kada se broj 36.500 podijeli s kamatnom stopom. Obično se u praksi napravi tablica kamatnih divizora za različite kamatne stope. Pri računanju dana obično se ne uzima prvi dan, a uzima se zadnji dan.

Kamatne stope mogu se obračunavati pomoću kamatnog koeficijenta, pa se to radi pomoću sljedeće formule:

$$k a m a t e = K B \times K K$$

KB = kamatni broj

KK = kamatni koeficijent

$$\text{kamatni koeficijent} = \frac{\text{kamatna stopa}}{36.500}$$

U praksi imamo ugovornu (konvencionalnu) i zateznu (moratornu) kamatu. Ugovorna kamata obično zakonom nije definirana, ona je određena ugovorom i najčešće se naziva redovna kamata.

Mi ćemo na jednom primjeru pokazati ulogu i značaj kamate u odnosu na vrijednosne papire. Primjera radi, ako depozitni certifikat glasi:

N = nominalna vrijednost	1.000 novčanih jedinica
p = kamatna stopa	18% godišnje
t = dan emisije ili prve prodaje	30.03.1997.g.
dan dospijeca	30.01.1998.g. tj. poslije 300 dana
V = dan kupoprodaje	01.09.1997.g.
d = diskontna stopa	16%

Sadašnju vrijednost ćemo izračunati na sljedeći način:

$$\text{kamata na dan dospijeca} = \frac{1.000 \times 18 \times 300}{36.000} = 150 \text{ novčanih jedinica}$$

Diskont za razdoblje 30.01.1998. godine do 01.09.1997. godine:

$$\frac{1.000 + 150}{1 + \frac{16}{100} \times \frac{150}{360}} = \frac{1.150}{1,07} = 1.075 \text{ novč. jedinica}$$

Obračun tržišne cijene bi bio:

$$D = N - (N \times d \times V) : 36.000 = 1.000 - \frac{(1.000 \times 16 \times 150)}{36.000} = 930 \text{ novčanih jedinica.}$$

Značenje i utjecaj visine kamatne stope na formiranje tržišne cijene jednog vrijednosnog papira najbolje se vidi iz našeg primjera, ako je vrijednosni papir, emitiran po nominalnoj cijeni od 1.000 novčanih jedinica, uz diskontnu stopu od 16%, kupljen 150 dana prije njegova roka dospijeca, tržišna cijena iznosi 930 novčanih jedinica.

Međutim, ako je kamatna stopa koju je tog dana mogao postići na 930 novčanih jedinica bila 20%, kupac bi nakon isteka roka 150 dana imao kamatni iznos od:

$I = (930 \times 20 \times 150) : 36.000 = 78$ novčanih jedinica, što zajedno s uloženim novcem iznosi 1.008 novčanih jedinica. S obzirom na značajnu razliku od 8 novčanih jedinica više ostvarenog prihoda, pod uvjetom da nema drugih troškova, posve je jasno da bi se opredijelio za ulaganje svog novca u neki drugi instrument.

3. 2. Politika dividendi

Poduzeće se na tržištu kapitala pojavljuje kao ponuditelj dionica. Potencijalni kupci dionica zapravo sadašnjim svojim dohotkom kupuju buduće dohotke koje ostvaruju bilo preko dividendi bilo preko kapitalnih dobitaka koje ostvaruju prodajom dionica na sekundarnom tržištu nekom drugom. Ukupni očekivani dohoci dioničara, dividende plus kapitalni dobiti, ovise o rastu dobiti poduzeća. Rast dobiti poduzeća izvedenica je cjelokupne poslovne politike, a u njezinom sklopu onda i financijske. Osnovne osi oko kojih se vrti financijska politika jesu financijska konstrukcija, koja je određena strukturom izvora, i iz te strukture izvedena cijena kapitala.

Temeljni izvori distribucije dividendi su ostvarene tekuće i zadržane protekle zarade dioničkog poduzeća. Računovodstveno govoreći, to su tekuća i zadržana dobit. Isplata dividendi na teret uplaćenog kapitala od strane dioničara predstavljala bi svojevrsnu likvidaciju dijela ili cijelog poduzeća, pa bi se radilo o likvidacijskim dividendama.

Međutim, menadžment, u sklopu cjelokupne financijske politike, oblikuje politiku dividendi, odnosno određuje proporciju neto dobiti (nakon oporezivanja) koja će biti raspodijeljena na dioničare. Ostatak dobiti, u obliku neraspodijeljene dobiti, se reinvestira u poduzeće. Na godišnjoj skupštini dioničara menadžment pred dioničarima obrazlaže financijsku politiku i u tom sklopu i politiku dividendi. Koliko će ta politika biti prihvatljiva, ovise o preferenciji dioničara ka potrošnji. Taj odnos dioničara prema sadašnjoj i budućoj potrošnji naziva se efektom klijentele.¹⁶

Ovdje se postavlja pitanje s gospodarskog stajališta, a to je kako politika dividendi utječe na profitabilnost, a samim tim i na vrijednost sredstava poduzeća. Prema Miller Modiglianijevu teoremu, u odsutnosti transakcijskih troškova prodaje dionica i odsutnosti poreza, politika dividendi je neutralna u odnosu na vrijednost poduzeća. Ako se dobit ne mijenja, ne mijenja se ni očekivana diskontna stopa dividendi.¹⁷

Diskontna stopa se dobije kao zbroj dividendne stope i stope kapitalnih dobitaka. To ćemo na sljedećem izrazu prikazati:

$$K = \frac{D_1}{p_0} + g = \frac{D_1}{p} + b_{ku}$$

b = povratak dobiti koja se reinvestira, g = stopa rasta dividendi i dobiti za godinu (uz pretpostavku konstantne stope rasta), D_1 = dividenda iz prvog razdoblja, ku = profitna stopa poduzeća.

¹⁶ Skupina autora, *Financijski menadžment u praksi*, Masmedia, Zagreb, 1994., str. 168.

¹⁷ Isto, strana 169.

Tržišnu vrijednost obične dionice teško je kvalitativno izraziti. Kvantitativna vrijednost bi se mogla utvrditi ako bi iznos dividende po godinama bio poznat i bila poznata očekivana cijena obične dionice u momentu prodaje. Tada bi se dividenda po godinama i očekivana cijena u trenutku prodaje diskontirala na sadašnju vrijednost. Tako utvrđena sadašnja vrijednost je zapravo tržišna vrijednost obične dionice. Međutim, problem je u tome što nisu poznate ni dividende po godinama ni očekivana cijena obične dionice u trenutku prodaje. Zbog toga se tržišna vrijednost obične dionice utvrđuje alternativno.

$$P = \frac{D}{\frac{K}{100}} \text{ ili } P = N \times \frac{sd}{K}$$

P = tržišna vrijednost obične dionice

D = isplaćena dividenda po jednoj običnoj dionici u apsolutnom iznosu

K = vladajuća kamatna stopa na tržištu kapitala

N = nominalna (emisijska) vrijednost dionice

sd = stopa dividende računata iz odnosa ostvarene dividende i nominalne vrijednosti obične dionice

Na primjer, ako je nominalna vrijednost obične dionice 1.000 novčanih jedinica i ostvarena dividenda po običnoj dionici 100 novčanih jedinica, što znači da je stopa dividende 10% ($100 \times 100 : 1.000$), a vladajuća kamatna stopa 5%, tržišna vrijednost obične dionice bit će:

$$P = 100 : 0,05 = 2.000, \text{ odnosno } P = 1.000 \times (10 : 5) = 2.000.$$

Ovo treba objasniti ovako: da bi vlasnik kapitala ostvario prihod od kamate u iznosu od 100 novčanih jedinica, pri kamatnoj stopi od 5%, trebao bi pozajmiti 2.000 novčanih jedinica kapitala. Ako na sekundarnom tržištu dugoročnih vrijednosnih papira kupi običnu dionicu za 2.000 novčanih jedinica i ako ona ostvaruje dividendu od 100 novčanih jedinica, vlasnik kapitala će biti na istom, ali će postati suvlasnik poduzeća. Međutim, ako bi dividenda u navedenoj godini porasla za 10%, onda bi vlasnik obične dionice ostvario dividendu od 110 novčanih jedinica ($100 \times 1,10$), što na ulog iznosi 5,5% ($110 \times 100 : 2.000$), a da je pozajmio tih 2.000 novčanih jedinica uz kamatnu stopu od 5%, dobio bi kamate 100 novčanih jedinica, što je manje od dividende za 10 novčanih jedinica, odnosno za 0,5% u odnosu na ulog. Zbog toga se više investitori odlučuju ulagati u obične dionice u odnosu na ulaganja u dugoročne obveznice, ali time preuzimaju i veći rizik.

3.3. Politika financijske poluge

Ekonomski gledano, poluga (leverage) označuje svojstvo nečega da brže raste ili pada u odnosu na neki drugi faktor. U literaturi se polugom najčešće označuje

korištenje dugova u strukturi kapitala poduzeća i označuje djelovanje financijske poluge. O tome, naime, ovisi tržišna vrijednost sredstava poduzeća, za što su osobito zainteresirani vlasnici poduzeća (dioničari u slučaju korporacija). Nastojeći postići gornji cilj, menadžment mora oblikovati strukturu kapitala koja to omogućuje. To se vidi iz bilance stanja:

$$A k t i v a \text{ (sredstva)} = P a s i v a \text{ (izvori sredstava)}$$

$$\text{Sredstva poduzeća} = \text{Vlastita sredstva} + \text{posuđena sredstva (dug)}$$

Poduzeće koristi ukupna sredstva, kako vlastita tako i posuđena, za proizvodnju, plasman proizvoda i usluga, ostvarenja ukupnog prihoda, a poslije odbijanja ukupnih troškova, za ostvarenje neto dobiti koja se distribuira dioničarima (dividenda). Ostatak se koristi za investicije (neraspoređena dobit). Profitna stopa je izvedenica pozicije poduzeća na tržištu, to jest njegove sposobnosti da poveća opseg prodaje ili poveća cijene svojih proizvoda i usluga s jedne strane, te njegova sposobnost da smanji troškove proizvodnje, s druge strane.¹⁸

Poduzeće u nedostatnosti svojih sredstava koristi tuđa sredstva i na taj način popravljiva strukturu svog kapitala. Središnja misao ovog problema je u tome da se oslanjanjem na dugove u financiranju poslovanja mogu ostvariti veći efekti za vlasnika poduzeća prema onima koji bi se ostvarili da je cjelokupno poslovanje financirano glavnicom. Radi se o svojevrsnoj ekonomiji fiksnih troškova jer dugovi, u pravilu, uvjetuju poduzeću fiksne rashode financiranja - kamate. Njegov je karakter degresivan prema veličini ostvarene dobiti, što ukazuje i na mogućnost da se uz dovoljno veliku dobit marginalizira sudjelovanje kamata u raspodjeli dobiti. Međutim, rizici kod uporabe poluge predstavljeni su visinom fiksnih rashoda za kamate koje pomiču prijelomnu točku na veći obujam poslovne aktivnosti, odnosno dobiti, nego kod opreznijeg pristupa. Navedene prednosti i opasnosti prikazat ćemo na sljedećoj strukturi:

Planiranje financijske strukture (000 - 000)

P o z i c i j a	Financijski plan	
	A	B
1	2	3
A. Dugovi		
Vrijednost duga	0	5,00
Kamate (k = 8%)	0	0,40
B. Emisija dionica	(160x250)	(80x250)
Broj emitiranih dionica	40.000	20.000
Vrijednost glavnice	10	5,0
C. Ukupan kapital	10	10
D. Stupanj zaduženosti	0,0%	50,0%

¹⁸ Skupina autora, *Financijski menadžment u praksi*, Masmedia, Zagreb, 1994., str. 150.

Prednosti i rizici intenzivnog korištenja poluge u financiranju se mogu analizirati prema veličini ostvarene dobiti. Ovdje je ključno pratiti profitabilnost poduzeća kroz ukupno angažiranu imovinu mjerenu zaradom prije kamata i poreza, te profitabilnost glavnice mjerene zaradama (nakon kamata i poreza) po dionici. To ćemo prikazati na planu A i B.

Zarade po dionici za planove A i B

P o z i c i j a	Financijski plan	
	A	B
1	2	3
Profitabilnost imovine = 0		
- zarade prije poreza i kamata	0	0
- kamate	0	0,40
- zarade prije poreza	0	-(0,40)
- porezi (50%)	0	-(0,20)
- zarade nakon poreza i kamata	0	-(0,20)
Zarade po dionici	0	-(0,0)
Profitabilnost imovine = 8%		
- zarade prije poreza i kamata	0,80	0,80
- kamate	0,00	0,40
- zarade prije poreza	0,80	0,40
- porezi (50%)	0,40	-0,20
- zarade nakon poreza i kamata	0,40	0,20
Zarade po dionici	10,0	10,0
Profitabilnost imovine = 128%		
- zarade prije poreza i kamata	1,20	1,20
- kamate	0,00	0,40
- zarade prije poreza	1,20	0,80
- porezi (50%)	0,60	0,40
- zarade nakon poreza i kamata	0,60	0,40
Zarade po dionici	15,00	20,00

Ova tablica pokazuje da kod niske profitabilnosti imovine teret kamata uzrokuje negativne efekte za vlasnika poduzeća, ali uz visoku profitabilnost imovine vlasnici poduzeća ostvarit će veće zarade po dionici uz intenzivnije korištenje duga (poluge) u financiranju poslovanja.

Utjecaj poluge na zarade po dionici izražava se stupnjem financijske poluge. Stupanj pokazuje za koliko će se postotaka promijeniti zarade po dionici ako se zarade prije kamata i poreza promijene za određeni postotak. Stupanj se računa kao odnos zarada prije kamata i poreza i zarada prije poreza.

SDFL = (Degree of financial leverage)

Stupanj financijske poluge

Pin = Dobit - zarade prije kamata i poreza

K = Kamate na dugove poduzeća

$$SDFL = \frac{Pin}{Pin - Ic} = \frac{80}{80} = 1$$

Artikl A

80 = zarada prije poreza i kamata

80 = zarada prije poreza

Stupanj mjeri elastičnost zarada po dionici na promjene dobiti. On pokazuje multiplikativno djelovanje promjene dobiti na zarade po dionici, a može se računati za svaku razinu dobiti, što možemo prikazati sljedećom tablicom:

Profitabilnost imovine	Stupanj financ. poluge	
	A	B
1	2	3
8,0%	1,0	2,0
12,0%	1,0	1,5
16,0%	1,0	1,33

Na osnovi podataka iz tablice vidljivo je da je veća rizičnost kod većih fiksnih izdataka za kamate. To znači da je intenzivna uporaba poluge osjetljiva na promjene dobiti. Povećanjem dobiti smanjuje se i rizičnost uporabe poluge, ali je osjetljivost na promjene dobiti veća uz veću uporabu poluge.

ZAKLJUČAK

Za obavljanje svog poslovanja poduzeće mora raspolagati novčanim sredstvima koja su nužna za određena plaćanja. Ta sredstva poduzeće pribavlja prodajom vrijednosnih papira kao što su obveznice, a primarno dionice, ili putem bankarskih zajmova, trgovačkih kredita i slično. Upravo je temeljni zadatak financijskog upravljanja posredovanje između potreba poduzeća za financijskim sredstvima i obećanja povrata vlasnicima financijskih sredstava. Taj se temeljni zadatak vrši procesom financiranja i investiranja.

~~Novac se pribavlja iz određenih izvora kojeg poduzeće ulaže - investira u~~ materijalnu i druge oblike imovine potrebne za obavljanje poslovanja. Investiranjem se novac privremeno imobilizira. Poslovanjem poduzeće oslobađa novac kojim vraća ranije stvorene obveze.

Iz ovog se može zaključiti da financijski menadžer, u izvršavanju svoje posredničke uloge između potreba poduzeća za financijskim sredstvima i ograničenog tržišta kapitala, mora poznavati i transformacijske procese u svom poduzeću. To znači, korištenjem

financijskih sredstava u poslovanju, poduzeće ostvaruje dobit koja u konačnici rezultira određenim priljevom novca. Tu se misli na razliku između novčanih primitaka i novčanih izdataka, na čisti novčani tok koji predstavlja ključnu kategoriju financijskog pristupa.

Posebnu pozornost financijski menadžment poklanja donošenju odluke o investicijama u realnu poslovnu imovinu poduzeća. Radi se o postupku donošenja odluka o dugoročnim investicijskim projektima. Odluka o investicijskim mogućnostima podrazumijeva prognozu novčanih tokova investicijskih projekata i ocjenu njihove financijske efikasnosti primjenom određenih metoda, kao što je metoda čiste sadašnje vrijednosti, metoda interne stope profitabilnosti i metoda razdoblja povrata.

Poseban zadatak financijski menadžment u funkciji upravljanja ima u ekonomiziranju s obrtnim kapitalom. Tu se misli na maksimalno skraćivanje vremena koje protekne između trenutka ulaganja novca u nabavu rada i materijala i trenutka povrata uloženog novca poslije realizacije prodaje i njezine naplate od kupaca. Najčešće se razdoblje vezivanja mjeri koeficijentom obrta, koji predstavlja omjer broja dana u godini i razdoblja vezivanja iskazanog također u danima. U svom poslovanju poduzeće nastoji doći do likvidnih sredstava ulaganjem u tržišne novčane instrumente s malim rizikom neplaćanja. Tu spadaju visokotržišni instrumenti kao što su bankarski akcept, komercijalni zapis, utrživi certifikat o depozitu i slično.

Jedna vrlo značajna upravljačka financijska funkcija je upravljanje portfoliom i donošenjem odluke o ulaganju. Ovdje se radi ne samo o iznosu koji treba uložiti u vrijednosne papire nego i o vrsti vrijednosnog papira. Posebna se pozornost poklanja portfoliju koji postiže zadovoljavajuće stope povrata od ulaganja. Poduzeće mora napraviti strategiju ulaganja u odnosu na predviđeni položaj likvidnosti.

Politika visine kamatne stope odnosno kamatnog iznosa koji bi se mogao ostvariti na novčana sredstva za razdoblje od dana kupovine do dana dospijeća vrijednosnog papira je vrlo značajan činitelj od koga ovisi tržišna cijena jednog vrijednosnog papira. Ukoliko važeća kamatna stopa donosi veći prihod od dana emisije, odnosno preprodaje nego što je nominalna vrijednost vrijednosnog papira, vlasnik novca će se odlučiti plasirati svoja novčana sredstva u neki drugi instrument financijskog tržišta a ne u kupovinu vrijednosnog papira. Na ovaj način on smanjuje tražnju za vrijednosnim papirima i primorava vlasnika da poveća diskontnu stopu koja ima za rezultat nižu tržišnu cijenu, odnosno veći diskontni iznos koji postaje konkurentan kamatnom iznosu.

U literaturi ne postoji jedinstveno mišljenje o značenju politike dividendi za vrijednost dionica poduzeća. Tako teorija (Modigliania i Millera) pokazuje irelevantnost politike dividendi na cijenu dionica, a samim time i na cilj poslovanja poduzeća. Ova teorija se ne može prihvatiti u suvremenim tržišnim kretanjima. Međutim, realna je teorija porezne diferencije koja ukazuje na prednost zadržavanja dobiti zbog smanjenja sadašnje vrijednosti poreznog tereta dioničara. Odnosno, tvrtka i njezini dioničari plaćaju poreze, zatim tvrtka mora računati s troškovima emisije, a investitori s troškovima prometa dionica, tako da porezi i troškovi emisije i prometa utječu na troškove glavnice tvrtke. Postoje i druge teorije, ali one, što se tiče politike dividendi, ne zaslužuju veću pozornost. Međutim, bez obzira na različita stajališta oko politike dividendi, postoje određeni činitelji koje mora uvažiti svaki menadžment tvrtke koji sprovodi politiku dividendi. Tu se u prvom planu misli na prosperitetnu profitabilnost tvrtke. Ako poduzeće kani više investirati u razvitak tvrtke, doći će do

pada isplata dividendi, i obrnuto. Zatim, menadžment mora promatrati svoje dioničare kao specifičnu skupinu klijentele, vodeći računa o dioničarima koji imaju potrebe za tekućim novčanim dohotkom i za kapitalnim dobitcima. Pored ovih činitelja na politiku dividendi mogu utjecati zakonska i ugovorna ograničenja, solventnost tvrtke, drugi izvori financiranja, inflacija i kontrola vlasništva.

Ključno pitanje koje zanima financijski menadžment je stopa profitabilnosti mjerena na ukupna sredstva koje poduzeće koristi u svrhu stvaranja dobiti, posebno ako to ostvaruje vlastitim sredstvima. O tome ovisi tržišna vrijednost sredstava poduzeća, za što su osobito zainteresirani dioničari. Nastojeći postići maksimalnu profitabilnost, menadžment oblikuje strukturu kapitala koja mu to omogućuje. Struktura se sastoji od vlastitih i tuđih sredstava koja mu služe za obavljanje određene poslovne aktivnosti u cilju ostvarenja neto dobiti koja se distribuira dioničarima, a ostatak se koristi za investicije kao neraspodijeljena dobit. Profitna stopa je izvedenica pozicije poduzeća na tržištu, to jest njegove sposobnosti da poveća opseg prodaje, s jedne strane, te njegove sposobnosti da smanji troškove proizvodnje, s druge strane. Međutim, primjena određene metodologije kod izračunavanja profitne stope nam govori da rast profitne stope ovisi o strukturi posuđenih i vlastitih sredstava. Ovo nas upućuje na činjenicu da povećanje stupnja zaduživanja poduzeća povećava njegovu ukupnu profitnu stopu, s tim što je njezin rast intenzivniji ako je profitna stopa koju poduzeće ostvaruje uz nulti stupanj zaduženosti veća. To znači da je efikasnost posuđenih sredstava veća. Međutim, povećano zaduživanje ima i svoju negativnu stranu jer povećava financijski rizik poduzeća. Jako zaduženo poduzeće osjetljivije je na iznenadne tržišne udare jer se može lako dogoditi da ne može odgovoriti navrijeme svojim kreditorima bilo po osnovi kamata ili glavnice.

Primjena politike financijske poluge može se sprovoditi ako se savlada praktični problem - kako postići kompromis između efikasnosti, maksimalizacije dobiti kroz financijsku polugu i sigurnosti koja se dodatnim dugom smanjuje. To znači, poduzeće i ako ima rast dobiti i rast imovine, ne smije dopustiti prezaduživanje koje bi ga dovelo do stanja nelikvidnosti, koje ga može odvesti pod stečaj.

Literatura

1. K. Boulding, *The Teory of a Single Investment*, Qaterly Jurnal of Economies, 1935.
2. G. A. Christy, P. F. Roden, *Finance - ekviroment decisions*, A. Department of Harper and Row, B. New York, 1973.
3. Skupina autora, *Financijski menadžment u praksi*, Masmedia, Zagreb, 1994.
4. B. B. Howard, M. Upton, *Introduction to business finance*, Mc. Grow - hill, New York, 1953.
5. James C. Wan Horne, *Financijsko upravljanje i politika*, Mate d.o.o., Zagreb, 1993.
6. John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Mancy*, New York, 1936.
7. E. E. Nemers, A. E. Grunswald, *Basic Managerial Finance*, West Publishing Company, 1975.
8. Leri H. - Sarmat M., *Capital Investment and Financial*, Decision Prentic - Hall, 1978.
9. J. J. Seibel, *Finanz management*, Verlog moderne industrie, 1970.
10. Jovan Rodić, *Poslovne financije*, Ekonomika, Beograd, 1991.
11. R. Tepšić, Simpozij, Opatija, *Bitne karakteristike financiranja naših poduzeća u suvremenim uvjetima privređivanja*, 1973.
12. I. Turk, *Organizacija financijske funkcije*, doktorska teza, 1969.
13. Vlado Veselica, *Financijski sustav u ekonomiji*, Inženjerski biro, Zagreb, 1996.